

## Konsequenzen für die Geldpolitik aus der Finanzkrise

Durch entschlossene Zinssenkungen und unkonventionelle geldpolitische Maßnahmen haben die Notenbanken gemeinsam mit den Regierungen das internationale Finanzsystem stabilisiert und ein Abgleiten der Weltwirtschaft in eine anhaltende Depression verhindert. Mit dem Abklingen der unmittelbaren Auswirkungen der Krise stehen sie jedoch vor neuen Aufgaben. So ist der zeitlich angemessene Ausstieg aus den vielfältigen geldpolitischen Sondermaßnahmen zu bewerkstelligen, um die längerfristig schädlichen Nebenwirkungen zu vermeiden, die mit der in der Krise massiv gewachsenen Rolle der Notenbanken in der Finanzmarktintermediation verbunden sind. Darüber hinaus werden gegenwärtig vor dem Hintergrund der Finanzkrise ebenfalls mögliche Konsequenzen für die grundsätzliche Ausrichtung der Geldpolitik diskutiert. Im Besonderen geht es um die Frage, ob die Geldpolitik als Kernbereich der Notenbankaufgaben um ein explizites Mandat für Finanzstabilität ergänzt werden sollte und ob die bisherige Formulierung des Preisstabilitätszieles in Form niedriger Inflationsraten weiterhin angemessen ist.

Obwohl zum gegenwärtigen Zeitpunkt keine endgültigen Antworten auf diese Fragen erwartet werden können, lassen sich dennoch einige Anhaltspunkte fundieren. Die Aufnahme eines zusätzlichen expliziten Zieles für die Finanzstabilität birgt die Gefahr der Überfrachtung der Geldpolitik und das Risiko eines Glaubwürdigkeitsverlustes. Dies heißt nicht, dass Notenbanken keine Rolle in der makroprudenziellen Überwachung übernehmen sollten. Im Gegenteil sollte die bestehende Regulierung vielmehr durch eine auf systemische Risiken ausgerichtete eigenständige makroprudenzielle Politik ergänzt werden, in der Notenbanken zentral sind. Entscheidend ist dabei jedoch eine eindeutige Zuordnung der Verantwortlichkeiten zwischen Geldpolitik und anderen Notenbankaufgaben, die es der Geldpolitik ermöglicht, sich weiterhin auf die Wahrung von Preisstabilität zu konzentrieren. Allerdings muss auch die Geldpolitik zukünftig Finanzmarktentwicklungen bei der Einschätzung der Inflationsrisiken ein stärkeres Gewicht geben und über den Finanzzyklus symmetrisch ausgerichtet werden. Dies ist in der mittelfristigen Orientierung und der monetären Säule der geldpolitischen Strategie des Eurosystems bereits angelegt. Das Ziel der Preisstabilität sollte wie bisher im Sinne niedriger Inflationsraten verstanden werden: Ein höheres Inflationsziel würde gravierende Kosten und der Übergang zu einer Preisniveausteuerung ebenfalls Nachteile nach sich ziehen.

Schließlich stehen Notenbanken vor institutionellen Herausforderungen. Insbesondere die im Gefolge der Krise stark gestiegene öffentliche Verschuldung erfordert, dass Unabhängigkeit und Glaubwürdigkeit der Notenbanken in einem schwierigen makroökonomischen Umfeld bewahrt werden müssen. Dies wird erleichtert, wenn die Geldpolitik auf Preisstabilität ausgerichtet bleibt und die Finanzpolitik durch fiskalische Disziplin der Geldpolitik den Raum gibt, den sie zum Erreichen ihres primären Zieles benötigt.

## Einleitung

*Entschlossene Reaktionen der Notenbanken auf die Finanzkrise*

Die Finanz- und Wirtschaftskrise hat die Geldpolitik weltweit vor besondere Herausforderungen gestellt. Gemeinsam mit den Maßnahmen der Regierungen stabilisierten die Notenbanken durch entschlossene Zinssenkungen und den Einsatz unkonventioneller geldpolitischer Instrumente das internationale Finanzsystem und verhinderten das Abgleiten der Weltwirtschaft in eine anhaltende Depression. Mit dem Abklingen der unmittelbaren Auswirkungen der Krise stehen Notenbanken jedoch vor neuen Aufgaben. Im Folgenden werden einige dieser Herausforderungen näher beleuchtet. Im Mittelpunkt steht dabei die Rolle der Geldpolitik als Kernbereich der Notenbanktätigkeit. In welcher Weise Notenbanken über ihr geldpolitisches Mandat hinaus im Gefolge der Krise zusätzliche Aufgaben übernehmen sollten, beispielsweise bei der Sicherung der Finanzstabilität, ist nicht Gegenstand dieses Aufsatzes.<sup>1)</sup>

*Weltweiter geldpolitischer Vor-Krisen-Konsens ...*

Die Erfahrungen der Krise stellen den „geldpolitischen Konsens“, wie er sich in den Jahren vor der Krise herausgebildet hatte, auf den Prüfstand.<sup>2)</sup> Bei bedeutenden Unterschieden im Detail lässt sich dieser Vor-Krisen-Konsens vereinfachend wie folgt charakterisieren: Preisstabilität wurde als das primäre geldpolitische Ziel aufgefasst und als Stabilisierung der Inflationsrate um einen Wert von rund 2 % über einen Horizont von ungefähr zwei Jahren spezifiziert. Zur Erreichung dieses Zieles wurde die Steuerung der kurzfristigen Zinsen als ausreichend erachtet. Für die geldpolitische Entscheidungsfindung spielten die Prognosen der Notenbanken eine herausragende

Rolle, wobei vielfach in den Prognosemodellen die monetäre Dimension zunehmend in den Hintergrund geriet. Darüber hinaus wurden im Rahmen des Konsenses zumeist effiziente Kapitalmärkte unterstellt, sodass eine Berücksichtigung von Finanzmarktunvollkommenheiten und deren eventueller makroökonomischer Auswirkungen unterblieb. Zeitweilige Ineffizienzen wie Vermögenspreisblasen wurden als möglich angesehen, doch bestand überwiegend die Einschätzung, dass die Geldpolitik mit ihrem Zinsinstrument einer solchen Entwicklung nur wenig entgegensetzen könne. Um Finanzkrisen zu vermeiden, wurde eine mikroprudenzielle, also auf das einzelne Finanzinstitut ausgerichtete Aufsicht als ausreichend erachtet. Die Geldpolitik hatte erst im Anschluss an eine Finanzkrise einzugreifen, indem durch entschlossene Zinssenkungen der gesamtwirtschaftliche Schaden gering gehalten werden sollte.

Die derzeitige Debatte über den Vor-Krisen-Konsens umfasst mehrere Aspekte. Manche Kritiker vertreten die Auffassung, die Geldpolitik hätte zur hohen Risikoneigung im Finanzsystem und dadurch zum Aufbau der Krise beigetragen.<sup>3)</sup> So wird gefordert, die Geldpolitik bei den Bestrebungen zum Erhalt der Finanzstabilität stärker in die Pflicht zu nehmen. Einige Beobachter befürworten einen höheren Wert der von der Geldpolitik angestrebten Inflationsrate,

*... gerät durch die Krise in die Kritik*

<sup>1</sup> Vgl. hierzu: Deutsche Bundesbank, Ansätze zur Messung und makroprudenziellen Behandlung systemischer Risiken, Monatsbericht, März 2011, S. 39ff.

<sup>2</sup> Vgl. hierzu: C. Bean, M. Paustian, A. Penalver und T. Taylor (2010), Monetary Policy after the Fall, Jackson Hole 2010 Symposium Proceedings, Federal Reserve Bank of Kansas City.

<sup>3</sup> Vgl. hierzu: C. Borio und H. Zhu (2008), Capital Regulation, Risk-Taking and Monetary Policy: A Missing Link in the Transmission Mechanism?, BIZ Arbeitspapier, Nr. 268.

wieder andere schlagen vor, die Geldpolitik künftig am Preisniveau statt an der Inflationsrate auszurichten. Schließlich werden auch Vorteile in einer dauerhaften Beibehaltung der eingeführten Sondermaßnahmen gesehen.

Eine Auseinandersetzung mit diesen Vorschlägen erfordert zunächst eine Analyse der Ursachen der Finanzkrise.

### Wesentliche Maßnahmen des Eurosystems in der Krise

*August 2007:  
Beginn der  
Turbulenzen*

Im August 2007 führte die Unsicherheit über den Umfang möglicher Liquiditäts- und Solvenzrisiken im Bankensektor weltweit zu einem Rückgang des Vertrauens der Marktteilnehmer untereinander. Dies zeigte sich unter anderem in einer raschen Abnahme der Interbankenmarktaktivität, einem plötzlichen Anstieg der Geldmarktsätze sowie spürbar erhöhten Risikoprämien. Um die Steuerung der kurzfristigen Geldmarktsätze sicherzustellen und der zunehmenden Liquiditätsunsicherheit der Banken zu begegnen, wurden seitens des Eurosystems zunächst zusätzliche längerfristige Offenmarktgeschäfte durchgeführt. Eine großzügige Liquiditätsbereitstellung ermöglichte dem Bankensektor darüber hinaus die frühzeitige Erfüllung der Mindestreservepflicht, was ihm zusätzliche Sicherheit gab.<sup>4)</sup>

*September  
2008: Zusammenbruch  
der US-Investmentbank  
Lehman Brothers*

Mit dem Zusammenbruch der US-Investmentbank Lehman Brothers im September 2008 spitzte sich die Lage an den internationalen Finanzmärkten dramatisch zu. Stark angestiegene Risikoprämien ließen die Interbanken- sowie einzelne Wertpapiermärkte illiquide

werden und übertrugen sich in einen weltweiten Verfall der Finanzmarktpreise. Der im Zuge des deutlichen Rückgangs der realwirtschaftlichen Aktivität sinkende Inflationsdruck erlaubte es dem EZB-Rat, die Leitzinssätze des Eurosystems von Oktober 2008 bis Mai 2009 massiv zu senken. Zudem beschloss der EZB-Rat im Oktober 2008 eine Reihe zusätzlicher geldpolitischer Sondermaßnahmen, die auf die Unterstützung der Kreditvergabe an den Privatsektor abzielten (Enhanced Credit Support). Sie umfassten unter anderem die vollständige Zuteilung der Gebote zum festen Zinssatz bei allen Refinanzierungsgeschäften und eine Absenkung des Bonitätschwellenwerts für notenbankfähige Sicherheiten.

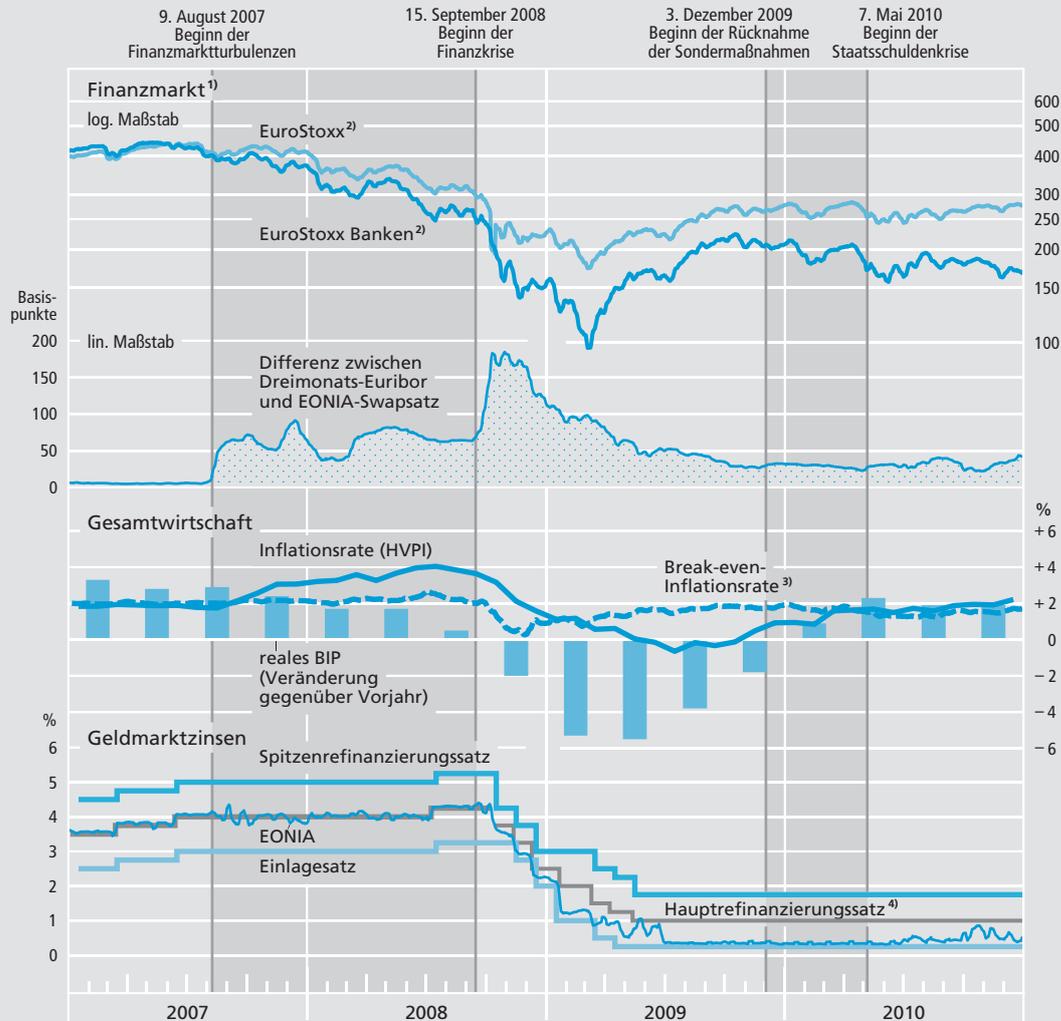
Nach einer Phase der Erholung traten im Laufe des Jahres 2010 insbesondere an den Märkten für Staatsanleihen einiger Länder des Euro-Währungsgebiets Spannungen auf. Der damit verbundene Vertrauensverlust führte schließlich zu einem Kursverfall und einem weiteren starken Rückgang der Marktliquidität, woraufhin der EZB-Rat im Mai 2010 die Einführung des „Programms für die Wertpapiermärkte“ beschloss.<sup>5)</sup> Es zielt da-

*Anfang 2010:  
Beginn der  
Spannungen  
auf den Staatsanlei-  
hemärkten*

<sup>4</sup> Beim sog. Frontloading halten die Banken im Verlauf einer Reserveperiode – gemessen am Reservesoll – zunächst höhere und gegen Ende der Periode niedrigere Guthaben auf ihren Konten bei der Notenbank vor, sodass sie ihre jeweilige Mindestreserveverpflichtung vorzeitig erfüllen.

<sup>5</sup> Infolge der Spannungen reagierten die Regierungen des Euro-Raums und die EU mit einem umfangreichen Stabilisierungsmechanismus. Dieser besteht aus dem Europäischen Finanzstabilisierungsmechanismus (EFSM) und der Europäischen Stabilisierungsfazilität (EFSF), über die unter Konsolidierungsaufgaben Kredite an Staaten des Euro-Währungsgebiets mit Finanzierungsschwierigkeiten vergeben werden können. Insgesamt wurde ein maximales Volumen von 750 Mrd € angestrebt, zu dem der EFSM 60 Mrd €, die EFSF 440 Mrd € und der IWF 250 Mrd € beitragen sollen.

## Ausgewählte Indikatoren und geldpolitische Maßnahmen im Euro-Raum während der Finanzkrise



### Ausgewählte geldpolitische Maßnahmen des Eurosystems

August 2007 – September 2008:

- liquiditätszuführende Feinststeuerungsoperationen kurzfristiger Natur
- zusätzliche Refinanzierungsgeschäfte mit Laufzeiten von drei und sechs Monaten
- Bereitstellung von Fremdwährungsliquidität (US-Dollar)

Oktober 2008:

- Refinanzierungsgeschäfte umgestellt auf Mengentender mit Vollzuteilung
- Erweiterung des Sicherheitenrahmens
- Beginn der Senkung der Leitzinsen

Mai 2009:

- Ankündigung eines bis Juni 2010 befristeten Programms zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen in Höhe von 60 Mrd €

- Ankündigung zusätzlicher längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte mit einer Laufzeit von einem Jahr
- Am Ende der Zinssenkungsphase: Hauptrefinanzierungssatz 1%, Satz der Einlagefazilität 0,25%, Satz der Spitzenrefinanzierungsfazilität 1,75%

Mai 2010:

- Wiedereinführung einzelner geldpolitischer Sondermaßnahmen: Rückkehr zum Mengentender mit Vollzuteilung in allen Refinanzierungsgeschäften, Ausschreibung eines Refinanzierungsgeschäfts mit sechsmonatiger Laufzeit und Reaktivierung der Bereitstellung von Fremdwährungsliquidität (US-Dollar)
- Beschluss der Einführung des „Programms für die Wertpapiermärkte“

Quelle: Thomson Reuters und eigene Berechnungen. — 1 Gleitende Fünftagesdurchschnitte. — 2 Kursindex. — 3 Fünfjahreshorizont; basierend auf saisonbereinigten realen und nominalen Zinsstrukturkurven. Siehe auch: Deutsche Bundesbank, Monatsbericht, August 2007, S. 36 f. — 4 Mindestbietungssatz bzw. Festzinssatz für Hauptrefinanzierungsgeschäfte.

rauf ab, die Funktionsfähigkeit der Anleihemärkte und des geldpolitischen Transmissionsprozesses wiederherzustellen.

Das Eurosystem hat zwar mit der Fülle seiner Maßnahmen wesentlich dazu beigetragen, die negativen Auswirkungen der Krise für das Finanzsystem und damit auch für die Realwirtschaft zu begrenzen. Die alleinige Betrachtung des Krisenmanagements greift jedoch zu kurz, um die notwendigen Schlussfolgerungen für die Geldpolitik zu ziehen. Vielmehr ist der Zeitraum davor in den Blick zu nehmen, denn in diesem haben sich diejenigen Fehlentwicklungen aufgebaut, die sich später in einer krisenhaften Zuspitzung entluden.

### Zu hohe Risikoneigung von Finanzinstituten

#### *Makroökonomisches Umfeld vor der Krise*

Die Jahre vor Ausbruch der Finanzkrise waren weltweit durch vergleichsweise schwache realwirtschaftliche Schwankungen, geringe Preissteigerungsraten und niedrige Zinsen gekennzeichnet. In diesem Umfeld führten vielfältige Finanzinnovationen, die Deregulierung der Finanzmärkte und günstige Finanzierungsbedingungen zu einer hohen Risikoneigung im Finanzsystem und – damit verbunden – zu einem merklichen Anstieg des Verschuldungsgrades im Bankensektor.

#### *Regulatorische Eigenkapitalanforderungen umgangen*

Eine wesentliche Ursache hierfür war, dass die risiko dämpfende Wirkung des Eigenkapitals im Vorfeld der Krise durch Finanzinnovationen geschwächt oder gar umgangen wurde.<sup>6)</sup> So wurden Kreditrisiken handelbar

und an Dritte übertragbar.<sup>7)</sup> Auf diese Weise trug die Verbriefung von Kreditrisiken über Zweckgesellschaften zu einer Aushöhlung der Eigenkapitalvorschriften bei, indem sie es Banken ermöglichte, insbesondere Hypothekarkredite aus ihren Bilanzen auszugliedern.<sup>8)</sup> Von den Zweckgesellschaften emittierte strukturierte Kreditprodukte wurden von Banken wieder auf die Bilanz genommen. Das mit der Verbriefung einhergehende bessere Rating für höherrangige Verbriefungstranchen erlaubte es Banken, ihre regulatorischen Eigenkapitalanforderungen zu reduzieren, was ihnen eine Ausweitung des Kreditangebots ermöglichte und ihren Verschuldungsgrad weiter erhöhte. Alles in allem führte die Verbriefung von Kreditrisiken entgegen ihrer Intention nicht zu einer Verteilung der Kreditrisiken innerhalb des Finanzsektors, sondern zu deren intransparenter Konzentration bei den Banken.<sup>9)</sup>

6 Gemeint ist hier die risiko dämpfende Wirkung der Haftung der Eigenkapitalgeber, die sich aus ihrem Residualanspruch auf den Unternehmensertrag ergibt.

7 Vgl. hierzu: V.V. Acharya, T. Cooley, M. Richardson und I. Walter (2009), Manufacturing Tail Risk: A Perspective on the Financial Crisis of 2007–2009, *Foundations and Trends in Finance* 4, S. 247–325.

8 Dazu wurden Kredite beispielsweise zu einem Forderungspool zusammengefasst und an eine Zweckgesellschaft veräußert. Zur Refinanzierung des Forderungspools emittierte die Zweckgesellschaft festverzinsliche Wertpapiere. Im Falle höherrangiger Tranchen verbesserte sich deren Bonitätseinstufung aufgrund der Risikodiversifizierung im Zuge einer Portfoliobildung gegenüber den zugrunde liegenden Kreditforderungen. Zusätzlich räumte die veräußernde Bank der Zweckgesellschaft zur Absicherung von Liquiditätsrisiken eine kurzfristige Kreditlinie ein, ohne dafür aber zusätzliches Eigenkapital vorhalten zu müssen. Dies verbesserte nochmals die Bonität der Zweckgesellschaft und trug ebenfalls zu einer Umgehung bestehender Eigenkapitalvorschriften bei. Vgl. hierzu: M.K. Brunnermeier (2009), Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007–2008, *Journal of Economic Perspectives* 23, S. 77–100.

9 Vgl. hierzu: V.V. Acharya u. a. (2009), a. a. O., S. 250.

*Explizites Versprechen seitens der Geldpolitik schaffte Fehlanreize*

Einen zusätzlichen Anreiz, höhere Risiken einzugehen, schaffte die begründete Aussicht auf eine kräftige geldpolitische Zinssenkung im Fall einer Finanzkrise.<sup>10)</sup> Diese geldpolitische Philosophie des „Aufwischens“ erzeugte die Erwartung, dass die Marktteilnehmer zwar den mit einem erhöhten Risiko im Erfolgsfall verbundenen Ertrag vollständig erhalten, nicht aber die im Verlustfall entstehenden Kosten in voller Höhe tragen müssen. Dabei spielen nicht niedrige Zinsen per se, sondern vielmehr die Erwartungen der Marktteilnehmer an ein bestimmtes Verhalten der Notenbank die entscheidende Rolle. Ein mehr oder weniger explizites Versprechen seitens der Geldpolitik, im Fall einer Finanzkrise unterstützend zu handeln, förderte so ein kollektives moralisches Risiko, das zur Instabilität beitrug.<sup>11)</sup>

### Anfälligkeit des Finanzsystems durch systemisches Risiko

*Vernachlässigung externer Effekte führte zu systemischem Risiko*

Mit dem hohen Verschuldungsgrad war ein hohes Kredit- und Liquiditätsrisiko der einzelnen Finanzinstitute verbunden. Durch Vernachlässigung wechselseitiger Abhängigkeiten zwischen den Instituten (externe Effekte) stieg das Risiko im Finanzsystem noch zusätzlich und trug zum Aufbau systemischen Risikos bei.<sup>12)</sup> So nahm die Fristentransformation extreme Ausmaße an. Als die Verlängerung kurzfristiger Kredite nach Ausbruch der Krise ausblieb und damit Liquidität in großem Umfang abgezogen wurde, sahen sich die Finanzinstitute zu Notverkäufen gezwungen.<sup>13)</sup>

Durch diese aus Sicht der einzelnen Institute rationalen Notverkäufe wurde der Preisverfall auf dem Markt für verbrieft Immobilienkredite aber weiter beschleunigt, griff auf andere Vermögenswerte über und vergrößerte den Kreis der betroffenen Akteure.<sup>14)</sup> Die Folge war ein sich über Rückkopplungseffekte selbst verstärkender Prozess andauernder Notverkäufe, fallender Vermögenspreise und Verlustspiralen.<sup>15)</sup> Die Ungewissheit über die Risikopositionen von Finanzinstituten ließ die Vertrauenskrise auf den Interbankengeldmarkt überspringen. Das Einfrieren dieses Marktes zeigte, dass einzelne Marktteilnehmer das Liquiditätsrisiko und da-

*Notverkäufe und Verlustspiralen*

10 Vgl. hierzu: D. W. Diamond und R. G. Rajan (2009), Illiquidity and Interest Rate Policy, University of Chicago, mimeo; E. Farhi und J. Tirole (2011), Collective Moral Hazard, Maturity Mismatch, and Systemic Bailouts, American Economic Review, im Erscheinen.

11 Vgl. hierzu: R. Rajan (2010), Fault Lines: How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy, Princeton University Press.

12 Vgl.: J. Bianchi und E. G. Mendoza (2010), Overborrowing, Financial Crises and „Macro-Prudential“ Taxes, NBER Working Paper 16091; O. Jeanne und A. Korinek (2010), Managing Credit Booms and Busts: A Pigouvian Taxation Approach, NBER Working Paper 16377. Zur Messung systemischen Risikos siehe: Deutsche Bundesbank, Ansätze zur Messung und makroprudenziellen Behandlung systemischer Risiken, a. a. O.

13 Vgl.: A. Shleifer und R. Vishny (2011), Fire Sales in Finance and Macroeconomics, Journal of Economic Perspectives 25, S. 29–48; S. Hanson, A. K. Kashyap und J. C. Stein (2011), A Macroprudential Approach to Financial Regulation, Journal of Economic Perspectives 25, S. 3–28.

14 Notverkäufe wurden noch dadurch verstärkt, dass einzelne Finanzinstitute, wie z. B. Investmentbanken, einen konstanten Zielverschuldungsgrad anvisierten.

15 Daneben kam es zu Varianten eines „bank runs“, in denen vor allem institutionelle Investoren ihre Einlagen abzogen. Dazu gehörte auch die Nichtverlängerung kurzfristiger Kredite (z. B. Geldmarktpapiere) und das Abziehen von Geldern aus Hedgefonds und Investmentfonds. Durch ihren negativen Signalcharakter und durch Rückkopplungseffekte über Geld- und Kapitalmärkte wirkte sich dies destabilisierend auf das gesamte Finanzsystem aus. Vgl.: D. W. Diamond und P. H. Dybvig (1983), Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity, Journal of Political Economy 91, S. 401–419; D. W. Diamond und R. G. Rajan (2005), Liquidity Shortage and Banking Crises, Journal of Finance 60, S. 615–647.

mit die wechselseitige Abhängigkeit von Finanzierungs- und Marktliquidität unterschätzt hatten.

*Finanzstabilität  
als eigenständige  
Aufgabe  
der Geldpolitik?*

Angesichts dieser Diagnose stellt sich die Frage, ob und inwieweit die Geldpolitik nicht nur als Liquiditätsgeber der letzten Instanz in einer Krise gefordert ist, sondern möglicherweise bereits im Vorfeld Entwicklungen im Bereich der Finanzstabilität berücksichtigen sollte. Die mit dieser Fragestellung verbundenen Aspekte berühren wesentliche Felder der Geldpolitik: Soll Finanzstabilität ein zusätzliches eigenständiges Ziel der Geldpolitik neben der Preisstabilität werden? Ist die Operationalisierung eines Preisstabilitätszieles in Form einer Inflationsrate von rund 2 % noch angemessen? Schließlich: In welcher Weise sollte die Geldpolitik Entwicklungen an den Finanzmärkten berücksichtigen?

### Finanzstabilität bedarf eines eigenen Instrumentariums

In der Zeit vor der Krise beschränkte sich die Diskussion über den Zusammenhang von Vermögenspreisentwicklung, Finanzstabilität und Geldpolitik weitestgehend auf die Frage, ob es vorteilhaft sei, eine Finanzmarktblase mit Hilfe des Zinsinstruments frühzeitig zum Platzen zu bringen („leaning against the wind“). Da der Leitzins jedoch ein zu stumpfes Instrument sei und Vermögenspreisblasen nur schwer rechtzeitig identifiziert werden könnten, wurde ein solches Finanzstabilitätsmandat der Geldpolitik mehrheitlich als nicht vorteilhaft erachtet.<sup>16)</sup>

Unter dem Eindruck der Finanzkrise hat sich der Schwerpunkt der Diskussion jedoch verschoben und erweitert. Im Fokus steht nun weniger isoliert die Zinspolitik als vielmehr eine breite Perspektive auf die Makro- und systemische Dimension der Finanzmärkte. So hat sich gezeigt, dass bestimmte Anreizstrukturen innerhalb des Finanzsystems und die bestehende, primär auf das einzelne Institut ausgerichtete Aufsicht den Aufbau kreditfinanzierter Ungleichgewichte stark begünstigt haben. Der auf internationaler und europäischer Ebene eingeschlagene Weg, makroprudenzielle Aspekte stärker ins Blickfeld der Analyse und der Regulierung zu nehmen, sollte daher konsequent weiterverfolgt werden. Insbesondere mit strengeren Eigenkapitalanforderungen und einer besseren Erfassung von Risikopositionen kann übermäßigen Verschuldungshebeln und zu riskanten Geschäftsmodellen besser entgegengewirkt werden.<sup>17)</sup>

Aber auch die vielfältigen Verflechtungen innerhalb des Finanzsystems erfordern einen makroprudenziellen Ansatz. Je nach ihrer Bedeutung müssen Finanzintermediäre im Gesamtsystem differenziert behandelt werden, und auch Finanzinstitute außerhalb des klassischen Bankensektors sollten, sofern sie ähnliche Funktionen erfüllen, in die Regulierung einbezogen werden.<sup>18)</sup> Große und/oder stark

*Makroprudenzielle Instrumente ausgerichtet auf Prozyklizität ...*

*... und Verflechtung im Finanzsystem*

<sup>16</sup> Vgl. hierzu: F.S. Mishkin (2011), Monetary Policy Strategy: Lessons from the Crisis, NBER Working Paper 16755.

<sup>17</sup> Vgl. hierzu: Deutsche Bundesbank, Ansätze zur Messung und makroprudenziellen Behandlung systemischer Risiken, a.a.O.; Basel Committee on Banking Supervision, BASEL III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems, Dezember 2010.

<sup>18</sup> Vgl. hierzu: Deutsche Bundesbank, Finanzstabilitätsbericht 2007; Deutsche Bundesbank, Finanzstabilitätsbericht 2009.

vernetzte Finanzinstitute, deren Zusammenbruch das gesamte Finanzsystem gefährden könnte, müssen strenger reguliert werden und sollten höheren Eigenkapital- und Liquiditätsanforderungen genügen. Finanzinnovationen müssen mit Blick auf ihre Komplexität und eine etwaige Konzentration bei Finanzintermediären überwacht werden, sodass Fehlentwicklungen frühzeitig entgegengetreten werden kann.

Ziel einer solchen makroprudenziellen Politik ist die Eindämmung systemischen Risikos und damit die Stärkung der Widerstandsfähigkeit des Finanzsystems insgesamt. Hierdurch soll sichergestellt werden, dass Externalitäten innerhalb des Finanzsystems – die Prozyklizität und Verflechtung der Finanzinstitute – begegnet werden kann.<sup>19)</sup> Folglich müssen bestehende Aufsichtsinstrumente erweitert oder angepasst werden, um so künftig die Entstehung systemischer Risiken zu vermeiden und die Wahrscheinlichkeit von Kredit- und Vermögenspreisblasen entscheidend zu reduzieren.

### Preisstabilität bleibt primäres Ziel der Geldpolitik

Es besteht inzwischen weitgehend Übereinstimmung darüber, dass das Ziel der Finanzstabilität eines eigenen Instrumentariums bedarf. Die Verfolgung dieses Zieles kann auch von Notenbanken wahrgenommen werden; in der Tat spricht die Expertise von Notenbanken dafür, ihnen eine gewichtige Rolle bei der Analyse der Finanzstabilität zu geben. Das zinspolitische Instrument der Geldpolitik ist je-

doch zu undifferenziert, um der Komplexität des Zieles der Finanzstabilität gerecht zu werden. Die Geldpolitik ist daher mit ihrem Instrumentarium weiterhin auf die Preisstabilität auszurichten und nicht mit weiteren Zielen zu überfrachten. Die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik lebt davon, dass neben der Klarheit in der Zielsetzung auch Transparenz über die Grenzen der Geldpolitik herrscht. Finanzstabilität als zusätzliches eigenständiges Ziel der Geldpolitik läuft Gefahr, dass überzogene Erwartungen an die Effektivität der geldpolitischen Instrumente geweckt werden.

Der Vorteil von unabhängigen Instrumenten für Preis- und Finanzstabilität wird offensichtlich in einer Situation, in der Geld- und makroprudenzielle Politik in unterschiedliche Richtungen angepasst werden müssen. Liegen beispielsweise keine Hinweise auf gestiegene Inflationsrisiken vor, jedoch Anzeichen für das Entstehen zu hoher Risiken im Finanzsystem, kann situationsgerecht reagiert werden, indem die makroprudenzielle Politik ihr Instrumentarium restriktiver ausrichtet, während der geldpolitische Kurs unverändert bleibt. Das Beispiel verdeutlicht die Notwendigkeit, eine klare Linie zwischen dem Ziel der Preisstabilität und dem Ziel der Finanzstabilität zu ziehen und eine eindeutige Zuordnung der Instrumente und Maßnahmen vorzunehmen.<sup>20)</sup>

*Jedem Politikziel eigene Instrumente zurechnen*

*Geldpolitik nicht überfrachten*

<sup>19</sup> Gegenwärtig wird eine Reihe von Instrumenten diskutiert, die einerseits die Prozyklizität und andererseits das Netzwerkrisiko eindämmen sollen. Vgl.: BIZ (2010), 80. Jahresbericht; G. Galati und R. Moessner (2011), Macroprudential Policy: A Literature Review, BIZ Arbeitspapier, Nr. 337.

<sup>20</sup> Vgl. hierzu: A. Cukierman (2011), Reflections on the crisis and on its lessons for regulatory reform and for central bank policies, Journal of Financial Stability 7, S. 26–37.

*Mögliche Wechselwirkungen zwischen Geld- und makroprudenzieller Politik*

Da die Entwicklungen auf den Geld- und Finanzmärkten nicht nur aus Sicht der Geldpolitik, sondern auch aus Sicht der makroprudenziellen Politik von zentraler Bedeutung sind, ergeben sich jedoch wichtige Wechselwirkungen zwischen den Politikbereichen, die berücksichtigt werden müssen. So ist beispielsweise die Kreditvergabe der Banken einerseits bedeutsam für die geldpolitische Transmission und dient andererseits als Anknüpfungspunkt für die makroprudenzielle Politik. Dies eröffnet die Möglichkeit, dass sich Entscheidungen und Maßnahmen ergänzen, möglicherweise entsteht aber auch die Gefahr, dass sie sich konterkarieren.<sup>21)</sup> So könnten zum Beispiel makroprudenzielle Instrumente, die darauf abzielen, die Prozyklizität des Finanzsektors einzudämmen, geldpolitischen Entscheidungen zuwiderlaufen (als Beispiel seien etwaige Beleihungsgrenzen oder Obergrenzen für das Kreditwachstum genannt).

*Geldpolitik sollte Einsatz makroprudenzieller Instrumente berücksichtigen, ...*

Inwieweit hierdurch eine Koordinierung der Politikbereiche vorteilhaft oder erforderlich ist, lässt sich pauschal nicht beantworten. Zurzeit liegen nur wenige praktische Erfahrungen vor,<sup>22)</sup> allerdings bieten verfügbare Studien erste wichtige Anhaltspunkte. So untermauern aktuelle Untersuchungen, dass die Inflationsrate vergleichsweise gut stabilisiert werden kann, wenn eine mit eigenen Instrumenten ausgestattete makroprudenzielle Politik neben der Geldpolitik agiert.<sup>23)</sup> Nachteilige Effekte hinsichtlich der Volatilität der Inflationsrate können aber auftreten, wenn die Geldpolitik den Einfluss makroprudenzieller Instrumente auf die Finanzmärkte ignoriert.<sup>24)</sup> Entscheidet die Notenbank sowohl über geld-

politische als auch über makroprudenzielle Instrumente, lassen sich zusätzliche Schwankungen der Inflationsrate im Vergleich zum geldpolitischen Status quo (in welchem nur die Geldpolitik stabilisierend wirkt) praktisch ausschließen oder können sogar insgesamt verringert werden.<sup>25)</sup>

Obschon diese Ergebnisse noch als vorläufig anzusehen und damit vorsichtig zu interpretieren sind, deuten sie darauf hin, dass eine eindeutige Zuordnung von Zielen und Instrumenten grundsätzlich förderlich ist, um beide

*... sich aber weiterhin auf das Ziel der Preisstabilität beschränken*

<sup>21</sup> Dabei werden einzelne Wirtschaftsakteure nicht zwingend in gleicher Weise berührt. So dürfte der Einfluss makroprudenzieller Maßnahmen auf die Konsum- und Sparscheidungen privater Haushalte davon abhängen, ob diese Nettogläubiger oder Nettoschuldner sind.

<sup>22</sup> Vgl. hierzu: Committee on the Global Financial System (2010), Macroprudential instruments and frameworks: a stocktaking of issues and experiences, CGFS Paper 38.

<sup>23</sup> Vgl. hierzu z. B.: D. Beau, L. Clerc und B. Mojon (2011), Macro-Prudential Policy and the Conduct of Monetary Policy, Banque de France, mimeo; I. Christensen, C. Meh und K. Moran (2010), Bank Leverage Regulation and Macroeconomic Dynamics, Bank of Canada, mimeo.

<sup>24</sup> Vgl. hierzu Abschnitt 4 in: P. Angelini, S. Neri und F. Panetta (2010). Demgegenüber lässt sich die Volatilität der Inflationsrate wirkungsvoll begrenzen, wenn die Geldpolitik den Einfluss makroprudenzieller Instrumente auf die Finanzstabilität bei den geldpolitischen Entscheidungen explizit berücksichtigt. Dieses Ergebnis ist intuitiv einleuchtend, wenn man das makroprudenzielle Regelwerk vereinfachend als zusätzliche Parameter der Modellökonomie interpretiert, die von der optimalen Geldpolitik berücksichtigt werden. Siehe hierzu: Nakornthab und Rungcharoenkitkul (2010), S. 12. Vgl.: P. Angelini, S. Neri und F. Panetta (2010), Grafting Macroprudential Policies in a Macroeconomic Framework: Choice of Optimal Instruments and Interaction with Monetary Policy, Banca d'Italia, mimeo; D. Nakornthab und P. Rungcharoenkitkul (2010), Marrying Monetary Policy with Macroprudential Regulation: Exploration of Issues, The South East Asian Central Banks (SEACEN) Research and Training Centre, Occasional Paper 49.

<sup>25</sup> Vgl. hierzu: P. Angelini, S. Neri und F. Panetta (2010), a. a. O.; C. Bean, M. Paustian, A. Penalver und T. Taylor (2010), a. a. O.

Ziele zu erreichen.<sup>26)</sup> Unterstellt man, dass es künftig zu einem ausreichenden Informationsaustausch zwischen der Geld- und der makroprudenziellen Politik kommt, ist auf Grundlage der vorliegenden Studien nicht zu befürchten, dass Abstriche beim Ziel der Preisstabilität vorgenommen werden müssen. Die Sicherung stabiler Preise bleibt gewährleistet, solange geldpolitische Instrumente allein mit Blick auf die Preisentwicklung eingesetzt werden. Allerdings ist vor überzogenen Erwartungen zu warnen. Die makroprudenzielle Analyse steht noch am Beginn der Entwicklung eines allgemein akzeptierten Modell- und Handlungsrahmens.

### Preisstabilität weiterhin im Sinne niedriger Inflationsraten verstehen

*Vorschlag eines höheren Inflationszieles ...*

Auch wenn der Vor-Krisen-Konsens hinsichtlich der primären Ausrichtung der Geldpolitik auf das Ziel der Preisstabilität seine Gültigkeit behält, stellt sich die Frage, ob sich aus den Erfahrungen während der Krise Konsequenzen für die konkrete Ausgestaltung des Preisstabilitätszieles ergeben. So wurde im Kontext der massiven Zinssenkungen von einigen Beobachtern vorgeschlagen, ein höheres Inflationsziel festzulegen, damit die Geldpolitik weniger schnell an die natürliche Untergrenze der Nominalzinsen stößt und somit der Spielraum zur geldpolitischen Stabilisierung nicht so leicht eingeschränkt werde.<sup>27)</sup> Denn würde ein glaubwürdig höheres Inflationsziel als es der Vor-Krisen-Konsens von etwa 2 % nahegelegt angestrebt, was im Normalfall mit einem entsprechend höheren Nominalzins einherginge, dann wäre im Krisen-

fall eine stärkere Zinssenkung und damit eine deutlichere Senkung des Realzinses möglich. Die geldpolitische Flexibilität wäre im Falle eines realwirtschaftlichen Einbruchs mit Deflationsgefahr entsprechend größer.<sup>28)</sup>

Gegen diesen Vorschlag sprechen jedoch die beträchtlichen und fortlaufenden Wohlfahrtsverluste, die mit einer Anhebung des Inflationszieles einhergehen. Zu nennen sind hier insbesondere die Fehlallokation von Ressourcen, die sich aus der inflationsbedingten Verzerrung der relativen Preise ergibt, die negativen Auswirkungen von Inflation auf die reale Kassenhaltung, der mit einem höheren Inflationsniveau einhergehende Anstieg der Variabilität der Inflation sowie dessen Konsequenzen für Risikoprämien und schließlich Verzerrungen, die sich aus dem Zusammenspiel von Inflation und Nichtneutralitäten im Steuersystem ergeben. Vor allem aber lässt der Verlust an geldpolitischer Glaubwürdigkeit, der mit solch einer diskretionären Maßnahme verbunden wäre, diesen Vorschlag als äußerst problematisch erscheinen.<sup>29)</sup> Die zu befürchtende Destabilisierung der Inflationserwar-

*... wegen hoher Wohlfahrtsverluste abzulehnen*

<sup>26</sup> Eine vorsichtige Interpretation ist aus zwei Gründen geboten. Zum einen bilden die zugrunde liegenden dynamischen stochastischen allgemeinen Gleichgewichtsmodelle nur näherungsweise die komplexen Interaktionen zwischen realen und finanziellen Sektoren ab. Zum anderen ist diese Forschung erst im Entstehen: Derzeit erlauben nur einige wenige Modelle eine simultane Analyse von Geld- und makroprudenzieller Politik. Darüber hinaus ist es bislang noch nicht gelungen, das Netzwerkrisiko adäquat abzubilden. Siehe auch: D. Beau, L. Clerc und B. Mojon (2011), a. a. O.

<sup>27</sup> Vgl.: J. C. Williams (2009), Heeding Deadalus: Optimal Inflation and the Zero Lower Bound, Brookings Papers on Economic Activity 2, S. 1–37.

<sup>28</sup> Vgl.: O.J. Blanchard, G. Dell’Ariccia und P. Mauro (2010), Rethinking Macroeconomic Policy, Journal of Money, Credit and Banking 42, S. 199–215.

<sup>29</sup> Vgl.: A. A. Weber (2010), Der IWF spielt mit dem Feuer, Financial Times Deutschland, 25. Februar 2010.

tungen würde es der Zentralbank deutlich erschweren, ihr (gegebenenfalls höher) gesetztes Inflationsziel zu erreichen und gesamtwirtschaftliche Stabilität zu gewährleisten.<sup>30)</sup>

*Auch der Übergang zu einer Preisniveausteuerung ist abzulehnen*

Als weitere Alternative, die an der Zinsuntergrenze mögliche Einschränkung der geldpolitischen Flexibilität zu entschärfen, wurde vorgeschlagen, Preisstabilität nicht als quantitatives Ziel für die Inflationsrate zu formulieren, sondern auf eine Zielvorgabe für das Preisniveau – oder genauer den Preisniveaupfad – überzugehen.<sup>31)</sup> Die Strategie der Preisniveausteuerung weist im Vergleich zu einer Strategie der Inflationssteuerung in der Theorie tatsächlich eine Reihe vorteilhafter Eigenschaften auf. Befürworter einer Zielvorgabe für das Preisniveau betonen die damit verbundene Möglichkeit, die Inflationserwartungen des privaten Sektors zu beeinflussen und auf diese Weise im Krisenfall Deflationsrisiken entgegenzuwirken. Allerdings kann bezweifelt werden, dass ein Wechsel der Zielformulierung bei akuter Deflationsgefahr dazu geeignet ist, die angestrebte positive Wirkung auf die Inflationserwartungen des privaten Sektors zu entfalten.<sup>32)</sup> Gravierender ist, dass eine Strategie der Preisniveausteuerung gegenüber einer optimalen Geldpolitik mit einer Reihe weiterer Nachteile einhergeht, die den Nutzen eines solchen Strategiewechsels infrage stellen.<sup>33)</sup>

Insgesamt betrachtet ist folglich weder eine Anhebung des Inflationszieles noch ein Übergang zur Preisniveausteuerung aus stabilitätspolitischer Sicht zielführend. Vielmehr ist es erforderlich, das Übel „an der Wurzel“ zu packen und durch die Beseitigung beste-

hender Fehlanreize und Regulierungslücken schwere Krisen so unwahrscheinlich wie möglich zu machen. Es ist ohnehin fraglich, ob die Handlungsfähigkeit der Geldpolitik an der Untergrenze der nominalen kurzfristigen Geldmarktsätze tatsächlich so sehr eingeschränkt war. Die Erfahrungen der Notenbanken mit der Wirksamkeit unkonventioneller Maßnahmen in der Krise legen zumindest nicht nahe, die Zinsuntergrenze als bindende Beschränkung der Effektivität der Geldpolitik anzusehen.

### Geldpolitik symmetrisch ausrichten

Preis- und Finanzstabilität sollten auf der Zielebene der Geldpolitik nicht vermischt werden. Es bleibt jedoch die Erkenntnis, dass eine auf Preisstabilität in der üblichen Frist von unter zwei Jahren ausgerichtete Geldpolitik kein Garant gegen Fehlentwicklungen auf den Finanzmärkten ist, die sich auf die Realwirtschaft übertragen und damit die Preisstabili-

*Geldpolitische Standardmodelle oft ohne Berücksichtigung des Finanzsektors*

<sup>30</sup> Außerdem besteht die Gefahr, dass ein höheres Inflationsziel nicht nur die mit dieser Maßnahme verbundene Hoffnung auf größere makroökonomische Stabilität enttäuscht, sondern darüber hinaus auch zum Aufbau der nächsten Krise beiträgt. Private Haushalte und Unternehmen würden bei ihren Entscheidungen die Tatsache eines größeren Zinssenkungsspielraums der Zentralbank im Falle einer Krise berücksichtigen und höhere Risiken eingehen.

<sup>31</sup> Eggertsson und Woodford schlugen Preisniveausteuerung bereits im Zusammenhang mit der Deflation in Japan vor; vgl.: G. B. Eggertsson und M. Woodford (2003), The zero bound on interest rates and optimal monetary policy, Brookings Papers on Economic Activity 1, S. 139–211.

<sup>32</sup> Vgl. hierzu: C. Walsh (2010), The future of inflation targeting, University of California, Santa Cruz, mimeo.

<sup>33</sup> Vgl. hierzu: Deutsche Bundesbank, Preisniveausteuerung als geldpolitische Strategie, Monatsbericht, Januar 2010, S. 31–46; C. Gerberding, R. Gerke und F. Hammermann (2010), Price-level targeting when there is price-level drift, Diskussionspapier des Forschungszentrums der Deutschen Bundesbank, Reihe 1, Nr. 23/2010.

tät gefährden. Vor diesem Hintergrund stellt sich die Frage, in welcher Weise die Geldpolitik die Erfahrungen der Krise in ihre Entscheidungsfindung einfließen lassen sollte.

In der Phase vor der Krise erfolgten die geldpolitischen Entscheidungen häufig auf der Basis von Modellen, in denen der Finanzsektor keine oder nur eine untergeordnete Rolle spielte. Eine offensichtliche, wichtige Lehre aus der Krise ist folglich, dass dem Bankensektor und finanziellen Friktionen bei der theoretischen und empirischen Fundierung geldpolitischer Entscheidungen in Zukunft größeres Gewicht beigemessen werden muss, als dies bislang der Fall war.

*Monetäre und finanzielle Entwicklungen spielen wichtige Rolle in geldpolitischer Strategie des Eurosystems*

In der geldpolitischen Strategie des Eurosystems ist dies im Prinzip angelegt, da die Ergebnisse der monetären Analyse zur Gegenprüfung der Ergebnisse der realwirtschaftlichen Analyse herangezogen werden. In der jüngeren Vergangenheit wurden zudem im Eurosystem die Anstrengungen intensiviert, die monetäre Analyse kontinuierlich auch mit Blick auf neue Frühwarnindikatoren für Fehlentwicklungen an den Finanzmärkten auszubauen.<sup>34)</sup> Ziel ist es, zeitnah Unregelmäßigkeiten in den Verlaufsmustern verschiedener Variablen zu erkennen. Da ein ungewöhnliches Verlaufsmuster der Kreditentwicklung und der monetären Aggregate wertvolle Hinweise auf eine übermäßige Kreditschöpfung geben kann, trägt ein frühes Gegensteuern und damit eine über den Finanzzyklus symmetrisch ausgerichtete Geldpolitik wesentlich zur Finanzstabilität bei.<sup>35)</sup> Erforderlich hierfür ist eine Verlängerung des üblichen geldpolitischen Entscheidungshorizonts, da sich finan-

zielle Fehlentwicklungen regelmäßig über einen längeren Zeitraum aufbauen.

Mit der künftig stärkeren Berücksichtigung des Bankensektors und finanzieller Friktionen auch in dynamischen allgemeinen Gleichgewichtsmodellen gelingt es nicht nur, den geldpolitischen Transmissionsprozess empirisch besser abzubilden, sondern diese Modelle ermöglichen zudem eine strukturell angelegte Interpretation der Geldmengen- und Kreditentwicklung.<sup>36)</sup> Gemeinsam mit der Gegenprüfung der Informationen aus anderen Quellen – wie beispielsweise dem Bank Lending Survey, der Finanzierungsrechnung oder der Bankenstatistik – entsteht auf diese Weise ein umfassendes Bild der Entwicklungen am aktuellen Datenrand. In der Finanzkrise konnte das Eurosystem so – ausgehend von den in der monetären Säule aufbereiteten Informationen – zielgerichtet auf die Spannungen in den Geldmärkten reagieren.

*Strukturelle Analyse und Gegenprüfung*

### **Geldpolitische Sondermaßnahmen: kein Rezept auf Dauer**

In der Finanzkrise hat das Eurosystem – wie auch die Notenbanken anderer großer Wirtschaftsräume – in bislang beispielloser Weise unkonventionelle geldpolitische Maßnahmen ergriffen. Diese vom Eurosystem in ihrer Ge-

*Geldpolitische Sondermaßnahmen: effektiv in der Krise, ...*

<sup>34</sup> Vgl. hierzu: L. Papademos und J. Stark (Hrsg.), *Enhancing monetary analysis*, EZB, Frankfurt am Main, 2010, Kapitel 6.

<sup>35</sup> Vgl. hierzu: A.A. Weber (2010), *Comment on Jordi Galí – The Monetary Pillar and the Great Financial Crisis*, Kolloquium zu Ehren von Lucas Papademos, 21. Mai 2010, Frankfurt am Main.

<sup>36</sup> Vgl. hierzu: L. Papademos und J. Stark (Hrsg.), *Enhancing monetary analysis*, EZB, Frankfurt am Main, 2010, Kapitel 5.

samtheit als „Enhanced Credit Support“ bezeichneten Maßnahmen setzten aufgrund der Bedeutung von Bankkrediten für die Unternehmensfinanzierung im Euro-Währungsgebiet am Bankensystem an. Andere Notenbanken wählten mit Blick auf die Charakteristika ihrer heimischen Finanzsysteme andere Instrumente. Das Ziel war, die Folgen der schlagartig abnehmenden Marktliquidität durch operative Maßnahmen der Notenbank zu kompensieren. Ein zentrales Element im Eurosystem war die vollständige Zuteilung der Gebote bei den Refinanzierungsgeschäften, die den Banken das Vorhalten von Überschussliquidität ermöglichte. Aus dem vorübergehenden Vorhandensein von Überschussliquidität im Bankensektor ergaben sich jedoch keine unmittelbaren Risiken für die Preisstabilität, da weder die Geldmenge noch die Kredite übermäßig wuchsen.

... aber mit  
Fehlanreizen  
verbunden

Die unkonventionellen Maßnahmen haben in der Krise erheblich dazu beigetragen, die Finanzmärkte zu stabilisieren und ein Abgleiten der Realwirtschaft in eine anhaltende Depression zu verhindern. Gleichwohl gilt es, die krisenbedingten Liquiditätsmaßnahmen nicht über Gebühr zu verlängern. Sie sind schädlich, wenn sie als Dauermedikation verabreicht werden. So erlauben großzügige Liquiditätsoperationen auch jenen Banken eine Fortsetzung ihrer Geschäftstätigkeit, die an den privaten Finanzierungsmärkten keine Mittel mehr erhalten. Damit entsteht aber die Gefahr, dass eine notwendige Restrukturierung in Teilen des Bankensystems verzögert wird oder ganz unterbleibt. In der Folge bleiben im Finanzsektor nicht nachhaltige Strukturen erhalten, welche die mittel- bis langfris-

tigen Perspektiven der Realwirtschaft belasten.

Die Neuausrichtung oder Abwicklung von Banken ohne tragfähiges Geschäftsmodell obliegt primär den jeweiligen Eigentümern, bei fortgeschrittenen Schieflagen den zuständigen nationalen Aufsichtsbehörden und Regierungen. Ein Rückgriff auf geldpolitische Instrumente zur Stabilisierung des Finanzsektors ist allenfalls vorübergehend und nur bei Dysfunktionalitäten angemessen, die das gesamte Bankensystem betreffen und die Effektivität der Geldpolitik fundamental beeinträchtigen. Insoweit ist die in der Krise für die Notenbanken erwachsene umfassende Intermediation parallel zu Verbesserungen an den Interbanken- und Finanzmärkten zeitnah zurückzuführen.

*Es ist nicht Aufgabe der Geldpolitik, als Liquiditäts- und Risikomanager des Bankensystems zu fungieren*

Aus volkswirtschaftlicher Sicht wäre eine dauerhafte Bereitstellung von Überschussliquidität auch deshalb problematisch, weil damit die Aufgabe der Banken in der Fristentransformation weitgehend auf die Notenbank übertragen würde. Zentralbankliquidität wäre für die Banken nur noch aufgrund der begrenzten Verfügbarkeit von notenbankfähigen Sicherheiten knapp und müsste von ihnen nicht mehr in gleichem Maße wie zuvor bewirtschaftet werden. Dies könnte somit die Anreize der Banken, die Laufzeiten ihrer Aktiva und Passiva stärker in Übereinstimmung zu bringen, gravierend verringern und letztlich zu einer starken und andauernden Aufblähung der Notenbankbilanzen führen.

Schließlich folgen aus einer fortgesetzten Bereitstellung von Überschussliquidität in einem

*Dauerhafte  
Beibehaltung  
der Voll-  
zuteilung  
behindert  
effektive und  
effiziente Zins-  
steuerung*

Umfeld sich normalisierender Interbankenmärkte auch unerwünschte Konsequenzen für die Signalfunktion der kurzfristigen Zinsen in der geldpolitischen Steuerung. So hat das Eurosystem beispielsweise mit dem Übergang zur Vollzuteilung bei den Refinanzierungsgeschäften faktisch die bis dahin recht exakte Kontrolle über die kurzfristigen Geldmarktsätze aufgegeben. Daher bewegten sie sich seit Oktober 2008 – je nach vorherrschenden Liquiditätsbedingungen – zwischen dem Satz der Einlagefazilität und dem Hauptrefinanzierungssatz. Dies wurde in der Krise hingenommen, um Anreize zur weiteren Teilnahme der Banken am Geldmarkt zu setzen. Eine dauerhafte Beibehaltung des Vollzuteilungsverfahrens bei den Refinanzierungsoperationen würde allerdings eine effektive und effiziente Zinssteuerung, die auf einem transparenten Zusammenhang zwischen Leitzins, Geldmarktsätzen und realwirtschaftlich relevanten Zinssätzen basiert, beeinträchtigen.<sup>37)</sup>

*Rückkehr zu  
geordneter  
Geldmarkt-  
steuerung und  
gesundem  
Bankensystem  
geboten*

Mit dem Abklingen der krisenbedingten Verwerfungen an den Finanzmärkten haben Notenbanken sicherzustellen, dass von der Implementierung der Geldpolitik keine verzerrende Wirkung auf die Preisbildung an den Finanzmärkten ausgeht. In Zukunft müssen Banken zusätzliche Vorkehrungen treffen, damit sie eine höhere Widerstandsfähigkeit gegenüber austrocknenden Märkten entwickeln. Dafür ist unter anderem eine im Vergleich zur Situation mancher Institute vor der Finanzkrise ausgewogenere Laufzeitstruktur von Aktiva und Passiva in den Bankbilanzen erforderlich, so wie es bereits in den neuen Liquiditätsstandards der als „Basel III“ bekannten Regulierungsinitiative vorgesehen ist.

Damit müssen jene Geschäftsmodelle, die bislang in starkem Maße und zu einseitig auf Fristen- und Risikotransformation bei unzureichender Ertragskraft und Eigenkapitalausstattung beruhten, grundlegend überdacht werden.

Eine der wesentlichen Erkenntnisse der Finanzkrise ist, dass Maßnahmen der Finanzmarktstabilisierung in einem Umfeld hoch verschuldeter privater Akteure rasch zu fiskalischen Schieflagen führen. Die Rückwirkung nicht nachhaltiger öffentlicher Finanzen auf die Finanzmärkte verstärkt die dortigen Probleme. Es entsteht die Gefahr einer Abwärtsspirale. Dieser Befund unterstreicht die Notwendigkeit einer Regulierung, welche die Widerstandsfähigkeit des Finanzsystems erhöht. Er eröffnet darüber hinaus den Blick auf die laufende Regulierungsdebatte, in der die spezifischen Risiken, die aus einer unsoliden Finanzpolitik resultieren können, zu adressieren sind. In diesem Zusammenhang spielen beispielsweise die von Banken im Eigenbestand gehaltenen Staatsanleihen in zweierlei Hinsicht eine besondere Rolle: Zum einen werden Staatsanleihen in den geltenden Eigenkapitalregeln als vergleichsweise risikoarme Aktiva behandelt, zum anderen dienen sie der Erfüllung zukünftiger regulatorischer Liquiditätsstandards, da sie als besonders liquide Aktiva angesehen werden. Aus beiden Faktoren ergeben sich zusätzliche Anreize für Banken, Staatsanleihen zu halten. Soweit diese An-

*Risiken aus  
fiskalischen  
Schieflagen als  
Regulierungs-  
thema*

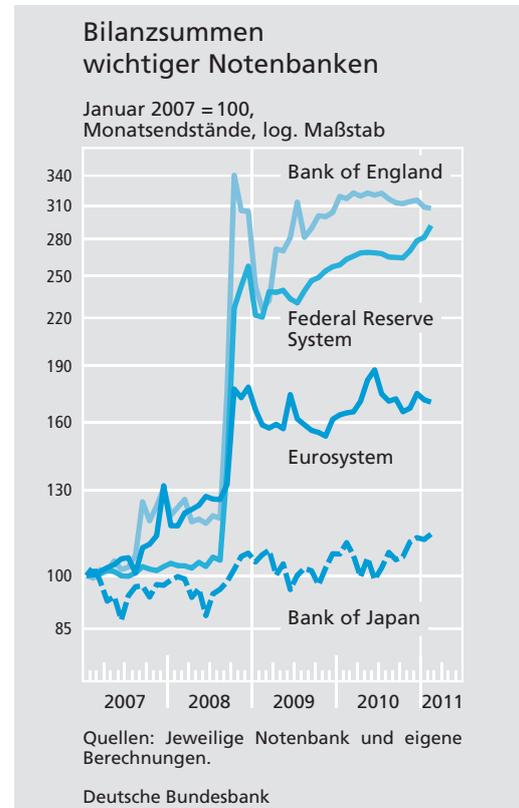
---

<sup>37</sup> Der Begriff der Effektivität meint hier die wirksame Steuerung des Niveaus der kurzfristigen Geldmarktsätze bei begrenzter Volatilität. Der Begriff der Effizienz bezieht sich auf die Anforderung, die Geldmarktsteuerung marktkonform und mit angemessenem operativem Aufwand sicherzustellen.

reize zu einer Senkung der Rendite von Staatsanleihen führen, könnte dies die Ausweitung der Staatsverschuldung begünstigen, was sich wiederum insgesamt negativ auf die Finanzstabilität auswirken dürfte. Die Krise hat gezeigt, dass dies für die Geldpolitik nicht ohne Konsequenzen blieb.

*Wertpapierkäufe als geldpolitische Sondermaßnahme*

Notenbanken haben in der Krise neben einer Ausweitung ihrer revolvingenden Refinanzierungsgeschäfte in verstärktem Maße durch direkte Käufe auf einzelnen Segmenten des Wertpapiermarkts versucht, die angespannten Marktbedingungen zu beeinflussen. Das Eurosystem hat im Vergleich zu anderen Notenbanken in geringerem Umfang auf derartige Kaufprogramme zurückgegriffen. So hat der EZB-Rat im Frühjahr 2009 ein Kaufprogramm für gedeckte Schuldverschreibungen beschlossen. Zudem entschied sich der EZB-Rat im Zusammenhang mit der sich ab dem Frühjahr 2010 verschärfenden Staatsschuldenkrise, ein zeitlich und betragsmäßig nicht vorab begrenztes „Programm für die Wertpapiermärkte“ aufzulegen, das darauf abzielt, die Funktionsfähigkeit der Anleihemärkte und des geldpolitischen Transmissionsprozesses wiederherzustellen. Andere Notenbanken haben in weitaus größerem Maße auf direkte Käufe zurückgegriffen, mit der Konsequenz, dass sie ihre Bilanzen noch stärker ausweiteten.<sup>38)</sup> Auch hier gilt, dass mit der Besserung der Lage an den Finanzmärkten Notenbanken ihre ausgedehnten Bilanzen zurückführen sollten. Fortgesetzte Eingriffe von Notenbanken in die Preisbildung an den Finanzmärkten sind kritisch zu sehen, zumal Notenbanken gegenüber den Marktteilnehmern in der Regel nicht über einen an-



dauernden Informationsvorsprung verfügen. In dem Maße, wie die Interventionen einer Notenbank bei den Marktteilnehmern den Eindruck entstehen lassen, dass von der Notenbank ein nicht nachhaltiges, überhöhtes Kursniveau angestrebt wird, lösen deren Aktionen Arbitragemechanismen aus. Es besteht die Gefahr, dass das angestrebte Kursniveau nur so lange aufrechterhalten werden kann, wie die Wertpapierkäufe tatsächlich fortgeführt werden oder wie die Marktteilnehmer fest mit einer Fortführung der Wertpapierkäufe rechnen.

<sup>38)</sup> Der Bestand des Eurosystems an für geldpolitische Zwecke gehaltenen Wertpapieren betrug zuletzt rd. 138 Mrd € (zum Stichtag: 4. März 2011). Das Asset Purchase Programme der Bank of England beträgt demgegenüber 200 Mrd £. Die Käufe des Federal Reserve System allein von Mortgage Backed Securities (MBS) überschritten zwischenzeitlich den Betrag von 1 Billion US-\$.

Der Ankauf von Staatsanleihen durch Notenbanken für geldpolitische Zwecke birgt zudem insbesondere in einem Umfeld hoher staatlicher Defizite und Schuldenstände das Risiko, die Grenzen zwischen Geld- und Fiskalpolitik zu verwischen. Dies könnte die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik unter Umständen belasten. Auch deshalb stellt sich die dringliche Aufgabe, das Finanzsystem widerstandsfähiger gegenüber fiskalischen Risiken zu machen.

### Schlussbemerkungen

Der globalen Finanzkrise vorausgegangen waren ein stabiles gesamtwirtschaftliches Umfeld und vergleichsweise günstige Finanzierungsbedingungen. Im Zusammenwirken mit dem bestehenden institutionellen Rahmen der Finanzmärkte und einer kontinuierlichen Innovation von Finanzprodukten entstanden grundlegende Fehlanreize. Aus der Analyse der Krise ergeben sich Konsequenzen für die Geldpolitik und für die Regulierung des Finanzsystems, welche stärker als bisher auf die Eindämmung derartiger Fehlentwicklungen ausgerichtet sein müssen.

Um Preis- und Finanzstabilität zu gewährleisten, müssen den Politikbereichen die Verantwortlichkeiten und die jeweils am besten geeigneten Instrumente eindeutig zugeordnet werden. Während sich die Geldpolitik mit dem Leitzins als primärem Instrument weiterhin auf die Wahrung von Preisstabilität konzentrieren sollte, benötigt eine auf systemische Risiken ausgerichtete makroprudenzielle Regulierung ein eigenes adäquates Instru-

mentarium zur Sicherung von Finanzstabilität. Obwohl Wechselwirkungen zwischen den Politikbereichen möglich sind und entsprechend berücksichtigt werden sollten, ist nicht zu befürchten, dass bei einer klaren Aufgabenzuweisung mit Blick auf ein stabiles Finanzsystem Abstriche beim Ziel der Preisstabilität hingenommen werden müssen.

Dabei sollte das Ziel der Preisstabilität weiterhin im Sinne niedriger Inflationsraten verstanden werden. Weder eine Anhebung des Inflationszieles noch ein Übergang zur Preisniveausteuerung sind aus stabilitätspolitischer Sicht als zielführend anzusehen. Hieran haben die Erfahrungen aus der Finanzkrise nichts geändert. Da der geldpolitische Handlungsspielraum des Eurosystems an der Zinsuntergrenze nicht signifikant eingeschränkt war, sprechen die mit diesen Vorschlägen einhergehenden Wohlfahrtsverluste, Fehlanreize und Glaubwürdigkeitsprobleme eindeutig gegen ihre Umsetzung.

Die Geldpolitik des Eurosystems soll mittelfristig Preisstabilität sichern. Sie muss hierfür – stärker als in der Vergangenheit – symmetrisch über den Finanzzyklus ausgerichtet sein. Damit sichert das Eurosystem Preisstabilität und unterstützt gleichzeitig den Erhalt der Finanzstabilität. In diesem Zusammenhang ist es notwendig, den Analyserahmen beständig weiterzuentwickeln und den geldpolitischen Entscheidungshorizont auszuweiten. Die monetäre Säule leistet mit der Analyse der Geldmengen- und Kreditaggregate bereits einen wichtigen Beitrag dazu, Fehlentwicklungen auf den Finanzmärkten zu identi-

*Niedrige  
Inflationsraten  
anstreben*

*Symmetrische  
Ausrichtung  
der Geldpolitik*

*Eindeutige Zu-  
ordnung von  
Zielen und In-  
strumenten*

fizieren und eine mittelfristige Perspektive einzunehmen.

*Sondermaßnahmen auf Krisen beschränken*

Hinsichtlich der Durchführung der Geldpolitik ist es von entscheidender Bedeutung, die geldpolitischen Sondermaßnahmen möglichst zeitnah zurückzuführen. Mit den unkonventionellen Maßnahmen und insbesondere der Vollzuteilung gehen vielfältige Fehlanreize für die Finanzinstitute und eine erhebliche Beeinträchtigung der effektiven Steuerung kurzfris-

tiger Geldmarktsätze durch das Eurosystem einher.

Obwohl nicht ausgeschlossen werden kann, dass es in Zukunft wieder zu krisenhaften Zuspitzungen an den Finanzmärkten und in der Realwirtschaft kommen kann, wird mit der Umsetzung dieser Konsequenzen ein wesentlicher Beitrag dafür geleistet, die Wahrscheinlichkeit solcher Ereignisse so gering wie möglich zu halten.